

**Akademia
Ekonomiczna
w Krakowie**

Zeszyty

Naukowe

nr 591

**Prace z zakresu
rachunkowości
finansowej**

Kraków 2002

Senacka Komisja do spraw Wydawnictw

Ryszard Borowiecki, Zofia Cichoń, Zofia Dach, Zbigniew Dresler,
Andrzej Gajewski, Kazimierz Lankosz, Adam Stabryła (przewodniczący),
Jan Szpak, Zygmunt Szymła, Jan W. Wiktor, Michał Woźniak,
Barbara Wyjadłowska

Recenzent

Gertruda Krystyna Świdarska

Redaktor naukowy Zeszytu

Zbigniew Dresler

Projekt okładki i układ graficzny tekstu

Marcin Sokołowski

Przekład streszczeń na język angielski

Jasper Tilbury

Redaktor Wydawnictwa

Janina Ziarkowska

© Copyright by Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 2002

ISSN 0208-7944

Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie

31-510 Kraków, ul. Rakowicka 27

Pracownia Poligraficzna Akademii Ekonomicznej w Krakowie

31-510 Kraków, ul. Rakowicka 27

Objętość 6,7 ark. wyd.

Nakład 120+20 egz.

Zam. 157/2002

Spis treści

Bronisław Micherda	5
Współczesna analiza finansowa	
Marta Stępień	23
Koszty uzdatniania wody i oczyszczania ścieków a ceny produktów tych procesów	
Mariusz Andrzejewski	39
Istota i przedmiot ujawniania informacji przez spółki giełdowe	
Agnieszka Herdan	49
Historyczne uwarunkowania procesów łączenia się podmiotów gospodarczych	
Agnieszka Herdan • Jadwiga Banaśkiewicz	61
Konsolidacja sprawozdań finansowych na świecie	
Piotr Kulas	75
Współczesny nadzór właścicielski w spółkach akcyjnych (model amerykański i niemiecki)	
Konrad Stępień	83
Rachunkowa i podatkowa identyfikacja kosztów jednostki gospodarczej	
Krzysztof Jonas	95
Niektóre mechanizmy zabezpieczające aktywa w Otwartych Funduszach Emerytalnych	
Katarzyna Świetała	105
Międzynarodowe regulacje dotyczące wyceny transferów dokonywanych między przedsiębiorstwami powiązanymi	

itself brings certain non-quantifiable benefits. Therefore, preparing and publishing financial statements in compliance with stock market regulations remains, despite the regulatory complexities, cost-effective. But more and more often on the Polish capital market we see investors deciding to withdraw the shares of a company from trade. This is not good for the Polish economy. The quality of information should be high enough to encourage potential investors to buy shares. The information that listed companies release is free and universally available. This paper states that a substantial amount of the information released by listed companies originates in their accounting systems, where the financial statements that go on to be published are prepared.

Agnieszka Herdan

Katedra Rachunkowości Finansowej

Historyczne uwarunkowania procesów łączenia się podmiotów gospodarczych

1. Wstęp

Proces globalizacji gospodarki światowej sprawia, że procesy fuzji i przejęć stają się zjawiskiem bardzo powszechnym. W krajach o najwyższej rozwiniętej gospodarce rynkowej zaobserwować można cykliczność ich występowania określone umownie jako fale fuzji (*merger waves*). Powszechnie przyjmuje się, że w obecnym stuleciu odnotowano cztery zakończone fale fuzji¹:

- fala I – lata 1897–1904,
- fala II – lata 1916–1929,
- fala III – lata 1965–1969,
- fala IV – lata 1984–1989,
- fala V – od 1993.

Fale te miały istotny wpływ na procesy kształtowania się gospodarek krajów rozwiniętych, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych. Uważa się, że były one jednym z podstawowych czynników, który spowodował transformację gospodarki amerykańskiej i zmiany w jej strukturze. Dlatego też dalsze rozważania będą prowadzone na podstawie doświadczeń gospodarki amerykańskiej.

2. Fala I – lata 1897–1904

Pierwsze transakcje łączenia się podmiotów zaobserwowano już w latach 70. XIX w., lecz ich największe nasilenie nastąpiło dopiero po kryzysie w 1899 r.

¹ Wszyscy autorzy piszący na ten temat wyróżniają cztery zakończone fale fuzji, lecz przyjmują różne okresy ich trwania. Zob.: P. A. Gaughan, *Mergers, Acquisition and Corporate Restruc-*

Było ono następstwem coraz swobodniejszego przepływu kapitałów, brakiem regulacji w zakresie łączenia się podmiotów oraz dążeniem do wykorzystania ekonomii skali. To właśnie brak ograniczeń prawnych dotyczących sposobów oraz zakresu łączenia się podmiotów, jak i łatwiejszy dostęp do kapitału niezbędnego do ich finansowania sprawił, że procesy te przybrały na sile.

W omawianym okresie przeprowadzono ok. 3000 fuzji, a wyniku 300 z nich doszło do koncentracji kapitału pozwalającej na kontrolę ponad 40% produkcji narodowej². Jak wynika z badań przeprowadzonych przez R. Nelsona z National Bureau of Economic Research największe natężenie tych procesów zaobserwowano w ośmiu gałęziach przemysłu: metalowym, spożywczym, naftowym, chemicznym, maszynowym, węgli bitumicznych, motoryzacyjnym i przetwórczym. W nich to skupiło się dwie trzecie wszystkich zaistniałych w czasie tej fali fuzji³. Doszło również do zawarcia pierwszej bilionowej megafuzji pomiędzy U.S. Steel i jej głównym rywalem Carnegie Steel. W jej wyniku z 785 pojedynczych firm powstał jeden podmiot gospodarczy, który uzyskał 75% udział w amerykańskim rynku producentów stali⁴.

Pierwsza fala fuzji miała największy wpływ na gospodarkę amerykańską, gdyż ukształtowała jej strukturę przemysłową. Przed 1890 r. wiele istotnych sektorów gospodarki składało się bowiem z małych i średnich firm. W wyniku różnego rodzaju połączeń zostały one przekształcone w sektory, w których dominowało jedno lub kilka dużych przedsiębiorstw. Wiele z nich funkcjonuje obecnie i odgrywa znaczącą rolę w gospodarce międzynarodowej. Należą do nich między innymi US Steel Corporation (obecnie USX) American Tobacco Company, Standard Oil of New Jersey (przemianowana w 1971 r. na Exxon), Du Pont de Nemours czy też Aluminium Corporation of America (Alcoa)⁵.

Aż 80% fuzji w tym okresie miało charakter połączeń poziomych, których celem było zdobycie pozycji monopolisty na rynku oraz wykorzystanie ekonomii skali w głównej mierze w sferze ograniczenia kosztów jednostkowych⁶. Prowadziło to do powstawania monopolu. Zbyt słabe regulacje prawne nie były w stanie powstrzymać tego procesu. Nie wszystkie łączące się podmioty w pełni wykorzystwały efekty skali i możliwości osiągnięcia większej efektywności zakładane jako cel w momencie podejmowania decyzji o połączeniu. Świadczy o tym duża liczba połączeń zakończonych niepowodzeniem. R. Nelson w swoim raporcie oszacował, że w trakcie pierwszej fali fuzji likwidacji

turings, John Wiley & Sons, New York 1996; S. Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1999; *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, pod red. W. Frackowiaka, PWE, Warszawa 1998.

² P.A. Gaughan, *op. cit.*, s. 23.

³ R. Nelson, *Merger Movements in American Industry 1895-1956*, Princeton, New York 1959.

⁴ P.A. Gaughan, *op. cit.*, s. 19.

⁵ U.S. Steel nie była jedyną firmą, która osiągnęła dominującą pozycję w swojej branży. American Tobacco osiągnęła 90% udział, a Standard Oil, której właścicielem był J.D. Rockefeller osiągnął 85% udział w rynku.

⁶ N. Fligstein, *The Transformation of Corporate Control*, Harvard University Press, 1990, s. 72.

uległo ponad 3000 podmiotów gospodarczych, a w niektórych branżach, jak np. w przemyśle stalowym, znacznie spadła liczba działających podmiotów⁷.

Pierwszą falę fuzji zahamował kryzys giełdowy w 1904 r. oraz jego skutki, tj. panika w sektorze bankowym. Wiele banków inwestycyjnych, które aktywnie pośredniczyły w finansowaniu transakcji łączenia się podmiotów, uległo wówczas likwidacji. Również wprowadzenia nowych regulacji, przez Amerykański Sąd Najwyższy, zakazujących tworzenia monopolu będących następstwem fuzji i przejęć, w znacznym stopniu przyczyniło się do ograniczenia liczby zawieranych transakcji⁸.

3. Fala II 1916-1929

W następstwie pierwszej wojny światowej odżyły tendencje łączenia się przedsiębiorstw. Gospodarka amerykańska podlegała dalszej ewolucji będącej efektem boomu gospodarczego, jaki nastąpił po wojnie. Dostarczył on większość potrzebnego kapitału inwestycyjnego, na który oczekiwał rynek papierów wartościowych. Procesy łączenia się podmiotów były ułatwione dzięki stosownej polityce rządu. Szczególny nacisk położono na nakłanianie przedsiębiorstw do współpracy i podejmowanie wspólnych przedsięwzięć w miejsce współzawodnictwa, co miało zwiększyć produktywność gospodarki⁹.

Zaostrzająca się konkurencja oraz pojawienie się nowego sposobu możliwości oddziaływania na potencjalnych i dotychczasowych klientów poprzez odbiór radiowy otworzyły przed przedsiębiorstwami nowe możliwości. Postanowiły one wykorzystać przewagę, jaką dawał nowy środek reklamowy, umozliwiając działanie na skalę ogólnokrajową. To zachęcało do rozszerzania działalności między innymi poprzez łączenie się z innymi podmiotami.

W trakcie tej fali doszło do 4600 fuzji, które objęły swym zasięgiem niemal wszystkie gałęzie przemysłu. Największa ich liczba przypadła na przemysł metalowy, przetwórczy, naftowy, spożywczy, chemiczny oraz motoryzacyjny. Podobnie jak podczas pierwszej fali w wyniku połączeń powstały podmioty, które obecnie są światowymi potentatami. Należą do nich General Motors, IBM, John Deere czy Union Carbide Corporation.

Środowisko ekonomiczne lat 20. było bardziej rygorystyczne w zakresie praktyk i regulacji antymonopolowych. Dlatego w wyniku połączeń rzadko powstawały monopole. Ich miejsce zajęły oligopole oraz połączenia wertykalne¹⁰. O ile pierwsza fala fuzji wywołała dominację pojedynczych przedsię-

⁷ R. Nelson, *op. cit.*, cytata za: P.A. Gaughan, *op. cit.*, s. 20.

⁸ *Fuzje i przejęcia*, ..., s. 42.

⁹ Było to spowodowane wojną i koniecznością przeciwstawienia się wrogowi. W latach 20. niezależnie zakończenia wojny nadal utrzymywano tę politykę.

¹⁰ Allied Chemical Corporation, jeden z konglomeratów, powstał w czasie drugiej fali fuzji w wyniku połączenia pięciu firm z różnych branż: General Chemical, Barret, Solvay Process, Smet-Solway i National Aniline & Chemical. Pomimo że firmy te miały różne linie produkcyjne

biorstw w poszczególnych branżach, to w drugiej przeważał model kilku dominujących korporacji, które były zaangażowane w wytwarzanie większości produkcji danej branży (tzw. wielkie trójki, wielkie czwórki)¹¹. G. Stigler, zdobywca nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii, aby zobrazować różnicę pomiędzy pierwszą a drugą falą fuzji, nazwał pierwszą z nich scalaniem monopolistycznym drugą zaś scalaniem oligopolistycznym¹².

W pierwszym okresie nasilenia się procesów łączenia podmiotów dominującą rolę odgrywały banki inwestycyjne. Często blokowały połączenia poprzez wycofywanie środków niezbędnych do sfinansowania transakcji, gdy stwierdzały, że działania te są sprzeczne z ich polityką oraz względami etycznymi. Bez problemów osiągnęły w ten sposób zdolność kontrolowania tych procesów, gdyż miała liczba banków kontrolowała większość kapitału dostępnego do finansowania fuzji i przejęć.

Łatwość dostępu do kapitału oraz brak ograniczeń w zakresie transakcji na rynku papierów wartościowych doprowadziły do największego zatamania się giełdy (aż do października 1989 r.)¹³. Wraz z nim zakończyła się druga fala fuzji. Chociaż krach ten nie był bezpośrednio powodem wielkiego kryzysu, to jednak odegrał on znaczącą rolę, przyczyniając się do dramatycznego spadku zaufania inwestorów, a w konsekwencji do ograniczenia ich wydatków inwestycyjnych i konsumpcyjnych, co jeszcze bardziej przyczyniło się do jego pogłębienia. Nastąpiło szybkie zmniejszenie liczby zawieranych transakcji połączeniowych, co było spowodowane malejącym zainteresowaniem firm rozszerzaniem działalności i koniecznością zapewnienia wypłacalności w sytuacji gwałtownego spadku popytu.

4. Fala III 1965-1969

Intensywnie rozwijający się w latach 60. rynek papierów wartościowych otwierał przed firmami nowe możliwości zawierania transakcji połączeniowych oraz pozyskiwania środków na ich finansowanie. Banki inwestycyjne nie były w stanie sprostać rosnącemu zapotrzebowaniu na kapitał, niezbędnemu do finansowania łączenia się podmiotów. Wąski rynek kredytowy i wysokie stopy procentowe były efektem rosnącego w tym okresie zapotrzebowania na nowe produkty finansowe będące niezbędnym elementem rozwijającej się gospodarki. Zwiększający się popyt na pożyczki i kredyty sprawiał, że rosły zarówno ceny tych produktów, jak i poziom ich oprocentowania. Następnym tego było wyeli-

działały one w pokrewnych segmentach rynku. Konsolidacja pod jednym kierownictwem Allied Chemical Corporation spowodowała, że firma mogła wykorzystywać różnego rodzaju oszczędności w trakcie procesu produkcji oraz korzyści wynikające z ich powiązanych strategii marketingowych.

¹¹ *Fuzje i przejęcia*, s. 42.

¹² P. A. Gaughan, *op. cit.*, s. 23.

¹³ 24 października 1929 r., tzw. „czarny czwartek”.

minowanie banków inwestycyjnych jako pośredników finansowych w transakcjach połączeniowych. Ich miejsce zajęła giełda papierów wartościowych.

Rozwój spekulacji giełdowych sprawił, że roku na rok rosły ceny akcji. Wskaźnik Dow Jones z poziomu 618 pkt. w 1960 r. wzrósł do 906 pkt. w 1968 r. Tak szybki wzrost cen akcji był niezwykle korzystny dla akcjonariuszy. Potencjalni nabywcy spostreżli, że przejęcia firm finansowane przy wykorzystaniu akcji okazały się wyjątkowo korzystną inwestycją pozwalającą w sposób „bezbolesny” uzyskać wzrost zysku na jedną akcję bez zwiększania obciążeń podatkowych. Dodatkowym elementem mającym wpływ na tak liczne fuzje była możliwość stosowania różnych metod rachunkowych przy połączeniach, których efektem było realizowanie tzw. „papierowych zysków”¹⁴.

W czasie tej fali zawarto ponad 23 000 połączeń, czyli trzykrotnie więcej niż na początku tej dekady. W wyniku ok. 6000 z nich doszło do likwidacji 25 000 firm, lecz nie spowodowało to ani znacznego wzrostu koncentracji kapitału, ani też spadku konkurencji¹⁵. Było to następstwem twardych reguł prawa antymonopolowego, które nie sprzyjały ekspansywnej polityce przedsiębiorstw. Połączenia pionowe i poziome były obwarowane rygorystycznymi warunkami.

W omawianym okresie radykalnie zmieniła się wielkość łączących się przedsiębiorstw. Zjawisko to odnotowuje w swoim raporcie P. Steiner: „częstą praktyką w trzeciej fali było wchłanianie przez firmy mniejsze dużo większych. Taki stan rzeczy istotnie odróżniał tę falę od dwóch poprzednich, w których celami fuzji najczęściej były przedsiębiorstwa niewielkich rozmiarów. Przeciętna liczba transakcji nabywania spółek, których wartość aktywów przekraczała 100 mln USD, w latach 1948-1960 stanowiła 1,3% ogółu zawieranych transakcji, w latach 1960-1966 kształtowało się na poziomie 5% rocznie, aby w 1967 r. wzrosnąć do 24%, a w 1968 r. do 31%”¹⁶.

Podstawowym motywem połączeń tej fali stała się dywersyfikacja ryzyka, co w większości przypadków doprowadziło do powstania złożonych struktur konglomeratowych¹⁷. Jak podaje w swoim raporcie Federalna Komisja Handlu (The Federal Trade Commission) ponad 80% fuzji, które miały miejsce w latach 1965-1975 spowodowały powstanie tego typu podmiotów¹⁸.

Konglomeraty, o których mowa, charakteryzowały się nie tylko różnicowaniem linii produkcyjnych, ale przede wszystkim znaczną dywersyfikacją działalności prowadzonej przez poszczególne filie. Jako przykład posłużyć tutaj może firma General Motors, w skład której wchodziły m.in. firma komputerowa Electronic Data System oraz Hughes Aircraft producent samolotów.

¹⁴ Por.: P. A. Gaughan, *op. cit.*, s. 32.

¹⁵ Por.: P. A. Gaughan, *op. cit.*, s. 29.

¹⁶ P. O. Steiner, *Mergers: Motives, Effects and Policies*, University of Michigan Press, Michigan 1975.

¹⁷ Przebieg i rezultaty tej fali fuzji opisuje m.in. G. Soros, *Alchemia finansów*, Wydawnictwo Znak, Kraków 1996, s. 61-62.

¹⁸ Statistic Report on Mergers and Acquisition, Federal Trade Commission, Washington D.C. 1977.

Podobnie firma ITT, która w latach 60. zdywersyfikowała w ogromnym stopniu swoją działalność poprzez wchłonięcie takich przedsiębiorstw, jak: Avis Rent-A-Car, Sheraton Hotel, Continental Banking, a także sieci restauracji, firm kredytowych oraz firm deweloperskich¹⁹.

Wiele z konglomeratów nie spełniło jednak pokładanych w nich nadziei i w niedługim czasie uległo rozpadowi. Jak stwierdza P. Gaughan: „nie ma jednoznacznej odpowiedzi, dlaczego tak się stało. Teoria ekonomii wskazuje, że było to spowodowane zbyt szybko rosnącym naciskiem na specjalizację, która miała być środkiem do osiągnięcia większej produktywności”²⁰. W wyniku przyłączania firm z różnych branż zarządy nie posiadały wystarczającej specjalistycznej wiedzy pozwalającej na sprawne zarządzanie i zwiększanie efektywności działania tak bardzo złożonych struktur gospodarczych. W skutek tego menadżerowie koncentrowali się tylko na jednym typie działalności lub też jednej branży, pozostawiając pozostałe sfery działalności bez nadzoru. Przykładem może być firma Revlon osiągnąca sukcesy jako producent kosmetyków, której wyniki finansowe uległy znacznemu pogorszeniu w momencie, gdy zdywersyfikowała ona swoją działalność i zaangażowała się w dziedzinę nie związaną z jej dotychczasowym profilem działania, jaką była branża farmaceutyczna.

Za pierwsze symptomy końca fali konglomeratów S.H. Brown uważa odnotowany w 1968 r., po raz pierwszy od 14 lat, spadek kwartalnych zysków firmy Litton Industries²¹. Pomimo że firma w dalszym ciągu uzyskiwała dodatnie wyniki finansowe to rynek negatywnie odczytał tę sytuację, co spowodowało spadek kursu ich akcji. Spadek cen akcji na rynku kapitałowym pod koniec 1970 r., jak i problemy ze znalezieniem właściwych firm do połączenia przyczyniły się do spadku liczby zawieranych transakcji zakończenia trzeciej fali fuzji.

5. Fala IV 1984-1989

Nasilenie się działań koncentracyjnych w latach 80. było spowodowane wieloma czynnikami zarówno mikro-, jak i makroekonomicznymi. Wielu autorów uważa, że na tak silne procesy fuzji i przejęć oraz towarzyszące im działania wpływ miały następujące czynniki²²:

– wahania kursu dolara w stosunku do jena i walut europejskich (w pierwszej połowie lat 80. waluta amerykańska uległa aprecjacji). Natomiast w drugiej połowie dekady tendencja ta uległa odwróceniu i doszło do osłabienia

¹⁹ Por.: P.A. Gaughan, *op. cit.*, s. 27.

²⁰ P.A. Gaughan, *op. cit.*, s. 35.

²¹ S.H. Brown, *Ling: The Risk, Fall and Return of Texas Titans*, Atheneum Publ. Co., Nowy Jork 1972, s. 166.

²² E. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996; P.A. Gaughan, *op. cit.*; J. Marek, *Mergers & Acquisitions*, Evaluation Handbook, Irving, Chicago 1993, *Fuzje i przejęcia*...

dolara, co spowodowało, że firmy amerykańskie stały się relatywnie tanie i łatwiejsze do nabycia przez inwestorów zagranicznych²³.

– wyższa niż w poprzednich okresach dostępność źródeł finansowania fuzji i przejęć. Przyczynił się do tego boom na rynku obligacji o wysokim ryzyku, tzw. obligacji śmieciowych²⁴ (*junk bonds*), który pozwolił na wykorzystanie kapitału obcego w nabyciach i połączeniach w dużo większym stopniu niż to było dotychczas możliwe;

– rosnąca globalizacja gospodarki, która doprowadziła do zwiększenia korzyści skali i tworzenia przedsiębiorstw o zasięgu światowym;

– dobra koniunktura gospodarcza, która z jednej strony pozwalała przedsiębiorstwom pokryć dodatkowe zapotrzebowanie na kapitał wywołane nabyciem, z drugiej zaś strony powodowała, że banki łatwiej udzielały kredytów na cele związane z inwestycjami kapitałowymi;

– wysoki poziom inflacji w latach 70. i na początku lat 80., który spowodował wysoki wzrost wartości odtworzeniowej firm, podczas gdy nie najlepsza koniunktura na rynku kapitałowym zredukowała ich wartość rynkową;

– przesądzenie kierownictw przedsiębiorstw działających w branżach surowcowych, że „taniej kupować rezerwy na Wall Street przez akwizycję niż przez własne inwestycje”;

– często stosowane środki obrony przed wrogimi przejęciami.

Tabela 1. Transakcje czwartej fali fuzji według ich wartości

Rok	Wartość transakcji (w mln USD)					
	0,5-5,0	5,1-25,0	25,1-99,9	100,0-499,9	500-999,9	ponad 1000,0
1981	388 (35%)	433 (38%)	192 (17%)	86 (6%)	15 (1%)	12 (1%)
1982	296 (32%)	338 (36%)	180 (20%)	96 (10%)	14 (2%)	6
1983	321 (30%)	380 (35%)	238 (22%)	104 (10%)	23 (2%)	11 (1%)
1984	270 (25%)	361 (33%)	253 (23%)	166 (15%)	16 (2%)	18 (2%)
1985	296 (23%)	454 (34%)	300 (23%)	204 (15%)	30 (2%)	36 (3%)
1986	219 (15%)	519 (35%)	384 (26%)	260 (18%)	59 (4%)	27 (2%)
1987	92 (10%)	294 (30%)	285 (29%)	267 (23%)	47 (5%)	36 (4%)
1988	101 (9%)	320 (28%)	359 (31%)	250 (23%)	57 (5%)	35 (3%)
1989	127 (12%)	321 (29%)	316 (29%)	135 (16%)	43 (5%)	21 (2%)

Źródło: *Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation*, Mergerstat Review, New York 1994, s. 8.

Liczba połączeń zawartych w czasie tej fali była prawie taka sama, jak w fali trzeciej, jednak wartość zawieranych transakcji była nieporównywalnie większa (tabela 1). To właśnie wielkość przedsiębiorstw biorących w nich

²³ Postępująca globalizacja w latach 80. i 90. spowodowała wzrost zainteresowania łączeniem się przedsiębiorstw w skali międzynarodowej.

²⁴ Były to obligacje o bardzo wysokim oprocentowaniu, lecz obarczone wysokim ryzykiem. Emitem ich były zazwyczaj spółki o niepewnej lub trudnej do określenia sytuacji finansowej. Dawaly one możliwości stosunkowo łatwego pozyskiwania kapitałów do finansowania fuzji i przejęć.

udział w istotny sposób odróżnia ten okres od trzech omawianych wcześniej. Ze względu na szybko rosnącą wartość zawieranych transakcji okres ten nazwany został „falą megafuzji”²⁵.

Natężenie procesów integracyjnych w poszczególnych gałęziach przemysłu było jednak zróżnicowane. Przykładowo w latach 1981–1985 fuzje w przemyśle naftowym stanowiły 21,6% wszystkich transakcji zawartych w tym okresie, natomiast w drugiej połowie lat 80. to przemysł farmaceutyczny oraz bankowość przeżywała nasilenie tych procesów. Jednym z powodów tej sytuacji był zakres interwencjonizmu państwa w poszczególnych branżach.

Czwarta fala fuzji istotnie odróżniała się od poprzednich. Charakteryzowała się ona²⁶:

– agresywną postawą banków inwestycyjnych wynikającą z wysokich opłat, jakie instytucje te pobierały za pośrednictwo w tego typu transakcjach. Banki inwestycyjne, jak również kancelarie prawne osiągnęły wysoki stopień specjalizacji zarówno w doprowadzaniu do transakcji łączenia się przedsiębiorstw, jak i obronie przed nimi. Dążenie do zapewnienia klientom różnorodnych usług spowodowało pojawienie się wielu nowych produktów i technik, jak np. rynku obligacji śmieciowych²⁷. Za pionierów tego rozwiązania uznaje się bank inwestycyjny Drexel Burnham Lambert, który jako pierwszy zastosował to rozwiązanie będące elementem wspomagającym finansowanie przejęcia firm. Tego rodzaju papiery wartościowe niedoceniane w początkowym okresie funkcjonowania stały się istotnym elementem finansowania transakcji przejęcia. Umożliwiały one finansowanie ekspansywnej polityki firm oraz pozyskiwanie niezbędnych środków do sfinansowania tych transakcji;

– rozwojem wyrafinowanych strategii przejęć. Okres ten cechuje się innowacyjnymi technikami dokonywania fuzji i przejęć, tj. np. wykupienie przedsiębiorstw wspierane dźwignią finansową (Leverage Buy Out), a wśród nich szczególnie miejsce zajęły przejęcia firm przez menedżerów (Management Buy Out);

– wrogimi przejęciami – stały się one dopuszczalną i bardzo rozpowszechnioną formą rozwoju przedsiębiorstw. Pozwalały na osiągnięcie wysokich zysków, będących efektem działalności spekulacyjnej;

– zagranicznymi przejęciami, pomimo że w latach 80. w transakcjach uczestniczyły w głównej mierze firmy amerykańskie to firmy zagraniczne zaczęły odgrywać znaczącą rolę w tych transakcjach. Według P. Gaughana „rosnące zainteresowanie podmiotów zagranicznych fuzjami z firmami amerykańskimi wynikało z chęci ekspansji na ogromny i stabilny rynek amerykański. Stany Zjednoczone oferowały bowiem stabilną sytuację polityczną oraz dostęp do najprężniejszej gospodarki na świecie”²⁸. Przykładem jest megafu-

²⁵ P. A. Gaughan, *op. cit.*, s. 43.

²⁶ Por.: A. Gaughan, *op. cit.*, s. 47.

²⁷ Rynek obligacji śmieciowych, który prosperował w czasie czwartej fali fuzji załamał się pod koniec lat 80. i dał początek recesji, która pojawiła się na początku lat 90.

²⁸ P. A. Gaughan, *op. cit.*, s. 48.

zja, jaka nastąpiła w 1987 r. przy nabyciu Standard Oil przez British Petroleum, a wartość tej transakcji wyniosła 7,8 mln USD.

Załamanie rynku obligacji śmieciowych po koniec lat 80., w tym między innymi bankructwo wiodącego banku inwestycyjnego Drexel Burnham Lambert, a także ostra krytyka tego sposobu finansowania przyczyniły się do zahamowania czwartej fali fuzji²⁹. Drugim czynnikiem, który zapoczątkował spadek liczby zawieranych transakcji był początek głębokiej recesji gospodarczej, która dotknęła kraje wysoko rozwinięte na początku lat 90., oraz wzrost zainteresowania finansistów sytuacją wewnętrzną przedsiębiorstw, obniżaniem kosztów, poprawą wydajności, systemami kontroli czego następstwem miał być wzrost zysków³⁰.

6. Fala V od 1993 r.

Wychodzenie z recesji w latach 1990–1991 spowodowało, że firmy zaczęły poszukiwać szybkich i efektywnych możliwości rozwoju oraz osiągnięcia większej zyskowności. Pojawiające się nowe strategie rozwoju przedsiębiorstw kładły nacisk na wzrost zewnętrzny przejawiający się w różnego rodzaju współdziałaniu z innymi podmiotami. Wraz z postępującą globalizacją wywołało to kolejną falę fuzji, która swoim zasięgiem objęła i trwała niemal we wszystkich krajach rozwiniętych.

W porównaniu z wcześniejszymi falami okres ten charakteryzuje się mniejszą liczbą zawieranych transakcji, jednak o dużej wartości. W 1996 r. zawarto 22 279 transakcji o łącznej wartości 1078 mld USD, z czego ponad połowa przypadała na Stany Zjednoczone. W pierwszym półroczu 1997 r. wartości zawartych transakcji przekroczyła 692 mld USD³¹, a już w pierwszym kwartale 1998 r. wyniosła 544,3 mld USD – 60% więcej niż w tym samym okresie w 1997 r.

Najwięcej połączeń zawarto w sektorze: farmaceutycznym, budowlanym, ubezpieczeniowym, bankowym, zbrojeniowym, spożywczym, telekomunikacyjnym i lotniczym. Największe połączenia tego okresu to:

1997 (luty) – fuzja banku inwestycyjnego Morgan Stanley z biurem maklerskim *Dean Witter Discover* – po fuzji Chemical Bank i Chase Manhattan największa fuzja instytucji finansowych – 24 mld USD

1998 (styczeń) General Motors rozmowy nad przejęciem jednej z firm koreańskich – 5 mld USD

1998 (styczeń) – fuzja Digital Equipment i Compaq Computer,

1998 (luty) – połączenie Baan Company i The Coda Group plc – oprogramowanie i systemy komputerowe,

²⁹ *Fuzje i przejęcia...*, s. 46.

³⁰ Por.: *Fuzje i przejęcia...*, s. 46.

³¹ *Fala fuzji we wszystkich branżach*, „Parkiet” 1997, nr 134.

1998 (czerwiec) – Fuzja Citycorp i Travelers Group, 1998 – Daimler – Benz i Chrysler największe połączenie w branży motoryzacyjnej – 92 mld USD.

Fala ta różni się od poprzednich:

- wielkością zawieranych transakcji – biorą w nich udział podmioty o silnej pozycji na rynkach międzynarodowych posiadające ogromne zasoby kapitałowe. Następnym tego są megafuzje o ogromnej wartości;
- sposobem finansowania połączeń – dzwignia finansowa jest wykorzystywana w dużo mniejszym stopniu. Sprawia to, że przejęcia lat dziewięćdziesiątych są mniej wrażliwe na zmiany koniunktury, podczas gdy w przypadku wykorzystywania dłużni finansowej korelacja między tymi dwoma elementami była bardzo silna;
- charakterem połączeń – wrogie przejęcia pojawiają się rzadko, a coraz częściej mówi się o fuzjach o charakterze strategicznym;
- zasięgiem zawieranych połączeń – znaczący spadek kursu dolara w stosunku do innych walut w latach 90. spowodował wzrost zainteresowania firm japońskich i europejskich fuzjami na rynku amerykańskim.

7. Zakończenie

Powyższe rozważania pozwalają stwierdzić, że procesy fuzji i przejęcia, pomimo że charakteryzują się cyklicznością to jednak poszczególne fale istotnie różniły się między sobą:

- formą powstających w ich wyniku struktur gospodarczych (monopole, oligopole, konglomeraty, korporacje międzynarodowe),
- celami, jakie stawiały sobie podmioty biorące w nich udział,
- zasięgiem geograficznym i branżowym,
- liczbą i wartością zawieranych transakcji,
- odmiennymi warunkami ekonomicznymi, w których następowały,
- instrumentami finansowymi wykorzystywanymi do ich przeprowadzania.

Literatura

- Brigham E., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996.
 Brown S.H., Ling P., *The Risk, Fall and Return of Texas Titans*, Atheneum Publ. Co., Nowy Jork 1972.
Fala fuzji we wszystkich branżach, „Parkiet” 1997, nr 134.
 Fligstein N., *The Transformation of Corporate Control*, Harvard University Press, 1990.
Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, pod red. W. Frąckowiaka, PWE, Warszawa 1998.
 Gaughan P.A., *Mergers, Acquisition and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, New York 1996.
 Maren J., *Mergers & Acquisitionh. Evaluation Handbook*, Irwing, Chicago 1993.
 Nelson R., *Merger Movements in American Industry 1895–1956*, Princeton, New York 1959.

Soros G., *Alchemia finansów*, Wydawnictwo Znak, Kraków 1996.
Statistic Report on Mergers and Acquisition, Federal Trade Commission, Washington D.C., 1977.

Steiner P.O., *Mergers: Motives, Effects and Policies*, University of Michigan Press, Michigan 1975.

Sudarsanam S., *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1999.

Mergers: The Historical Framework

In this era of economic globalisation, mergers are becoming more and more prevalent. This article aims to identify the factors that account for this tendency, and to describe the waves of mergers that have occurred over time.